

移动宽带助力物联网公司起航

近看微波超预期，中看物联网布局

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **40.00元**

期限: 3个月 上次预测: 35.00元

现价(2011年03月10日): 27.96元

报告日期: **2011-03-11**

报告关键点:

- 华为作为最重要的客户，自身将保持70%-100%的复合增速，对微波天线的需求量将会井喷，且盛路通信有望在华为的份额持续提升，2011年跃升为国内微波天线的领导者。
- 美化天线、微波天线、组织架构调整等综合因素会明显、持续提升公司的毛利率水平2-3%。
- 公司依托通信天线基础，有望自然进入物联网领域，市场更加广阔。

报告摘要:

- **微波通信在海外需求广阔，正处于历史性的更迭换代时刻**
 - 全球有50%的移动基站回程采用微波通信技术，主要分布在欧美以及亚洲土地产权私有化国家；
 - 移动宽带化带来的传统SDH微波传输全面向IP微波、毫米微波系统演进，而华为的IP微波方案具有较强的竞争优势，我们预测华为正处在坐三望一的位置；
 - 盛路通信凭借技术优势、地缘优势将有望在华为的份额提升。
- **微波天线、美化天线、管理提升三者成为抬升毛利率的手段**
 - 微波天线(毛利率35%)的占收比提高将拉高公司的毛利率水平；
 - 美化天线将显著提高传统的基站天线毛利率水平；
 - 管理提升将有助于降低成本且保障事业部的收入目标达成。
- **天线——连接物与物的前提，未来天地如此广阔**
 - 物联网在下一个十年，将发展成为连接万亿传感器、500百亿机器、60十亿人口的巨大移动互联网网络，终将催生一个万亿级美金的市场。
 - 天线是连接物与物的前提，可被广泛应用于不同领域，诸如零售标签、环境监测、军网通信、北斗授时、动物溯源、智能运输、电力抄表等多个领域。
- **投资建议**
 - 我们强烈看好公司将伴随华为全球快速扩张而带来的主业高速发展，且长期看好公司在微波天线领域的全球份额提升，终将打造成为国内微波天线第一，全球第三的中国企业。也期待公司能够在以天线为核心延展到物联网领域进而提升估值水平。
 - 我们预测，公司2011年、2012年的收入增幅为67.5%，39.0%，利润增幅为97.3%，44.8%。对应EPS分别为0.85、1.23元。
 - 参照可比公司估值，我们给予买入-A投资评级，上调目标价至40元(2011年47倍，2012年32倍)。
- **风险提示:**
 - 客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大；
 - 华为全球的微波市场遭遇偶发性事件(如印度事件)带来的微波方案增长不达预期。

总市值(百万元)	2,693.77
流通市值(百万元)	685.62
总股本(百万股)	102.15
流通股(百万股)	26.00
12个月最低/最高	18.65/30.89元
十大流通股东(%)	8.86%
股东户数	9,666

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.06	8.00	27.92
绝对收益	12.45	10.80	25.87

侯利
021-68763972
执业证书编号

行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	307.8	391.8	409.5	685.8	953.1
Growth(%)	7.8%	27.3%	4.5%	67.5%	39.0%
净利润	31.3	41.6	43.8	86.4	125.2
Growth(%)	8.2%	33.0%	5.3%	97.3%	44.8%
毛利率(%)	28.7%	29.1%	29.4%	31.0%	31.7%
净利润率(%)	10.2%	10.6%	10.7%	12.6%	13.1%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.43	0.85	1.23
每股净资产(元)	1.34	1.75	6.64	7.48	8.71
市盈率	97.6	73.4	69.8	35.3	24.4
市净率	22.3	17.1	4.5	4.0	3.4
净资产收益率(%)	22.9%	23.3%	6.5%	11.3%	14.1%
ROIC(%)	9.8%	12.1%	9.6%	21.4%	19.5%
EV/EBITDA	-	-	48.9	27.5	19.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

前期研究成果

- 盛路通信: 寻找下一个兼具潜力的物联网公司
2010-12-22
- 盛路通信: 季报点评
2010-10-22
- 盛路通信: 天线领域的“小华为”
2010-09-28

1. 从微波天线的参与者到领导者，进口替代恰逢其时

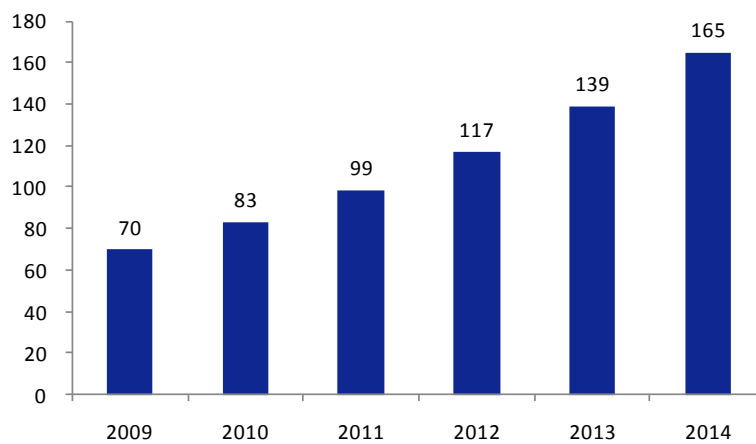
1.1. 在全球，一半的基站回程采用微波通信

虽然传统的有线网络有很大的带宽，但是他们需要在很远的距离部署物理线缆。通过无线回程，数据包可以被发送到 50 公里远的距离，且能够保障几个 Gbps 的速度。3G 服务的出现提供了巨大的市场推动。

全球化的发展趋势已经成为电信市场增长的关键因子，从而为无线数据传输和无线回程市场提供了舞台。对发展中国家，互联网和移动通信在这些地区的传播开辟了新的无线回程市场。

据《移动回程设备市场 2009-2014 年市场规模》报告预测，到 2014 年，全球无线和移动回程设备市场价值预计将达到 380 亿美元，复合年增长率为 18.7%。其中微波构成了最大的市场，预计 2014 年将达到 165 亿美元。

图 1 2009-2014 年全球微波设备市场容量预测，单位，美元

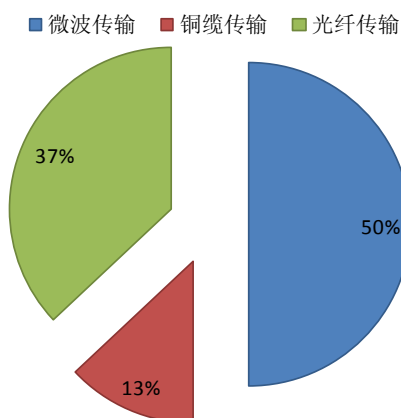


数据来源：《移动回程设备市场 2009-2014 年市场规模》报告，安信证券研究中心

在国际市场上，微波传输在土地私有化国家是唯一经济型选择，微波天线在发达国家应用比较广泛，美国 70% 的长途电信、日本全国 50% 的长途电话和 90% 的电视传输均采用数字微波传输，英国、德国、意大利、瑞典等国也高达 95% 以上采用微波解决基础传输。新兴市场的印度、巴基斯坦等国家以及非洲、中东地区也正处在通信发展的高峰期，微波天线应用也发展较快。世界范围内的微波传输新建和修复、维护业务也为我国微波天线制造商拓宽了市场空间。

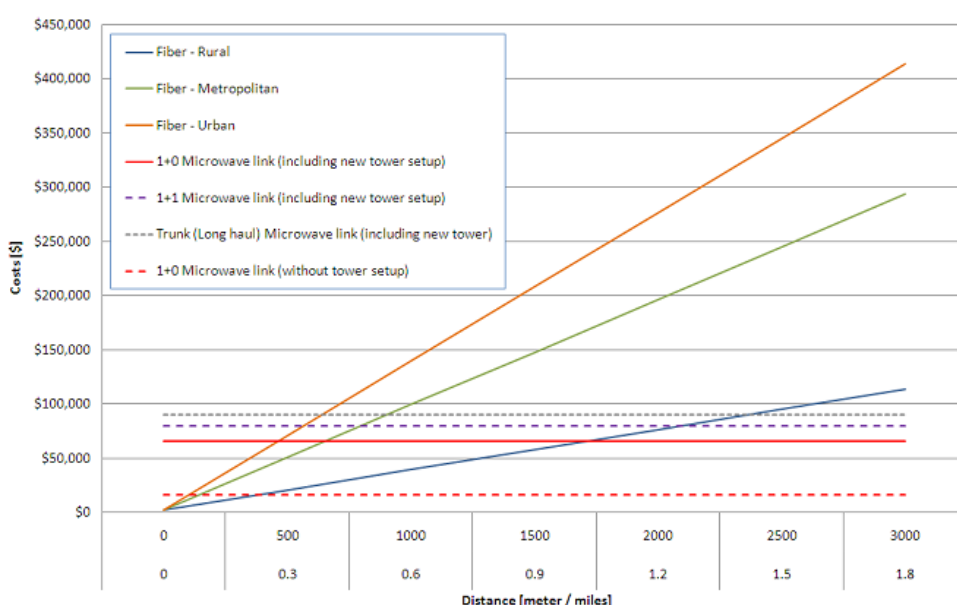
保守预测，大约 50% 左右的国家无线回程采用微波传输，37% 约采用光纤传输，13% 左右则采用 DSL 方式的铜缆传输。

图 2 微波传输、铜缆传输、光纤传输占比



数据来源：安信证券研究中心

图 3 微波传输与光纤传输的经济性比较



数据来源：Ceragon Networks，安信证券研究中心

由于光纤在农村、城郊、城区的部署成本不断上升，使得在城区距离大于 500 米，郊区距离大于 1.5 公里之后，光纤部署就不具有成本优势。

表 1 微波传输与光纤传输比较

	微波传输	光纤传输
带宽	几个 G	基本无限制
部署时间和难度	与距离无关 成本低廉 施工周期很短	随着距离的增加而增长 成本较高，包括基建、施工等费用 施工周期长
地理限制	不受任何地理限制	在山地、沼泽、湖泊等地形部署困难
气候条件	温度、湿度、昼夜会有影响	除了洪水之外基本无干扰

数据来源：安信证券研究中心

由以上对比来看，微波传输具有成本低、部署快、不受地理限制等光纤传输无法取代的优势。因此，在全世界范围内，它被广泛应用于北美、欧洲、印度等私有领土国家以及特殊地理条件要求的地区。

在 2010 年之前，爱立信、NEC、诺基亚西门子位居前三甲，其中爱立信、NEC 瓜分了 50% 以上的市场份额。

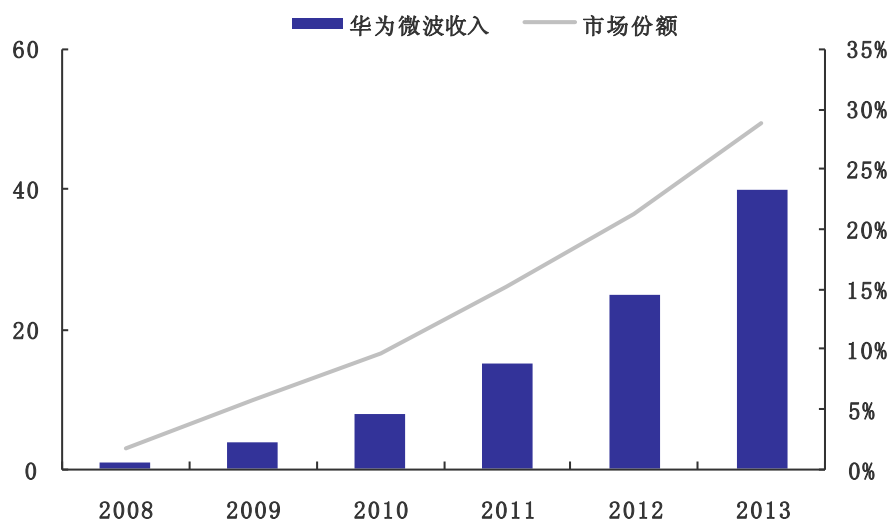
1.2. 子领域华为异军突起，2 年内与爱立信、NEC 分庭抗争。

历史上，由于国内基站回传主要依靠光纤链接，因此华为、中兴在微波通信设备领域起步较晚，市场主要被爱立信、NEC、阿朗、哈里斯、DMC 盘踞。在 2007 年前后，华为中兴开始进入微波通信领域。

2010 年后，华为凭借端到端的 IP 微波方案，迅速超越诺基亚西门子，进入世界前三。2011 年，华为最新的一体化汇聚（Nodal）微波产品 RTN980，支持 Hybrid 和纯分组汇聚。同时，发布支持单通道 1Gb/s 的 RTN900 系列新版本，两个新品的发布完善了华为端到端的 IP 微波方案，充分满足了移动宽带业务发展需求。

我们看到了华为在微波设备领域形成的全面综合竞争力，以及快速崛起的市场地位，鉴于华为在主流产品的市场份额约为 20%-25%，我们保守的估算，华为将在 2012 年前后取得 20% 左右的市场份额，形成与爱立信、NEC “分庭抗争”的三分局面，连续未来三年在微波天线的子领域完成 70% 的复合增速。

图 4 华为微波天线收入预测



数据来源：安信证券研究中心

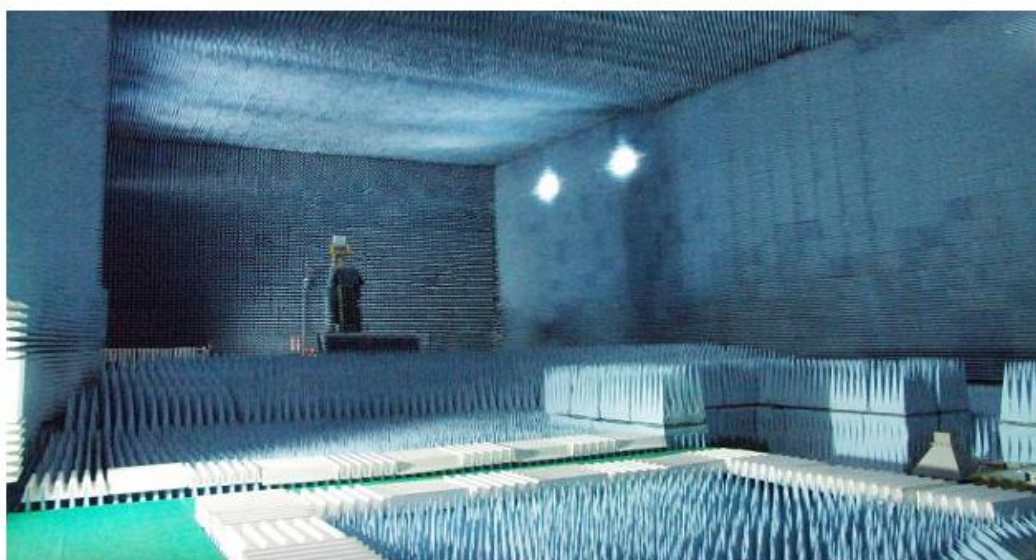
1.3. 盛路通信，微波天线从主要参与者到领导者的角色跃升

在之前报告《天线领域的小华为》中，我们曾指出，在 2009 年，公司微波天线销售量约 4 万套，占全球份额的 1.8% 左右。当时，公司最主要的客户是 NEC。

由于公司微波天线的生产技术及测试水平已接近国际水平，成功开发的点对多点微波通信系统，采用全向天线向四周发射，技术处于国际领先水平。公司在微波技术上取得如下成就：

- 1、公司拥有省级企业技术中心和省级工程技术研究中心资质的企业，并设博士后科研工作站。新产品研发测试系统包括：大型室内微波测试暗室、五个标准微波屏蔽室、一个标准远场测试系统、一套天线近远场测试系统、一套 3D 暗室测试系统。
- 2、成功研发出超高频 38G 微波天线，这是微波天线的频率极限。
- 3、拥有众多海外客户及网上运营实际案例。包括美国 Hyperlink、NEC、日本 ANTEN 公司、印度 Reliance、意大利 SIAE、美国 TRANGO、华为、中兴。同时已开始与爱立信、RFS、诺西等公司进行商务考察与交流。后馈式微波天线品种填补了国内空白，并凭借其优势已成为爱立信微波天线间接的全球供应商。

图 5 微波测试暗室



数据来源：安信证券研究中心

国内生产微波天线的公司主要有：西安海天、西安普天、摩比发展、盛路通信、京信通信，海外有安德鲁、RFS。我们在此前的报告已经比较过几个竞争对手的优劣势：西安海天、西安普天不具有地缘优势，由于微波天线体积较大，在运输过程中以上两家公司将发生较大的运输成本；摩比发展为中兴通讯关联公司，对外扩张能力有限；京信通信产品线较长，并不专注于天线领域；安德鲁，RFS 价格较高。

盛路通信具有技术领先、同时兼具身处天线产业集群的地缘优势及在网运行案例丰富三个主要优势。

我们认为，随着印度市场的明朗，海外通信市场的振兴，盛路通信将会在 2011 年伴随华为、NEC、中兴、以及海外客户高速增长，有望实现 10-15 万套的微波销量，约占国内份额第一，世界份额的 3%，同比增长 150%-200%。

即便不考虑在华为的份额提升，公司也将追随完成近 70% 的三年复合增长，若考虑对爱立信的认证、诺西的认证将会在今年完成，市场空间的翻倍注定为公司带来 100% 以上的三年复合增幅。

根据招股说明书，我们以 2009 年全球需求量 300 万套演算，取微波市场增速 18% 演算（前述报告），到 2013 年，盛路通信微波销量达到 45 万套，约占全球需求量的 8%。以此判断，这距离行业天花板还有相当的距离。

表 2 盛路通信微波传输销量预测

	2009	2010	2011	2012	2013
全球需求量(万套)	300	354	418	493	582
盛路产量(万套)	4	4	12	22	33
市场份额	1%	1%	3%	4%	6%

数据来源: 安信证券研究中心

2. 产品结构、管理提升有助于明显改善盈利能力

2.1. 美化天线是新的蓝海, 有助于提升基站天线部分毛利率

由于基站天线在国内竞争较为激烈, 公司历史毛利率仅为 26%左右的水平, 随着社区覆盖需求的增加, 美化非标天线将有广阔的前景, 公司较早将美化天线系列化, 产品化且在运营商认证, 随着美化天线需求的快速增长, 将有助于改善传统基站天线的毛利率水平。

图 6 美化系列天线适用于多种场景



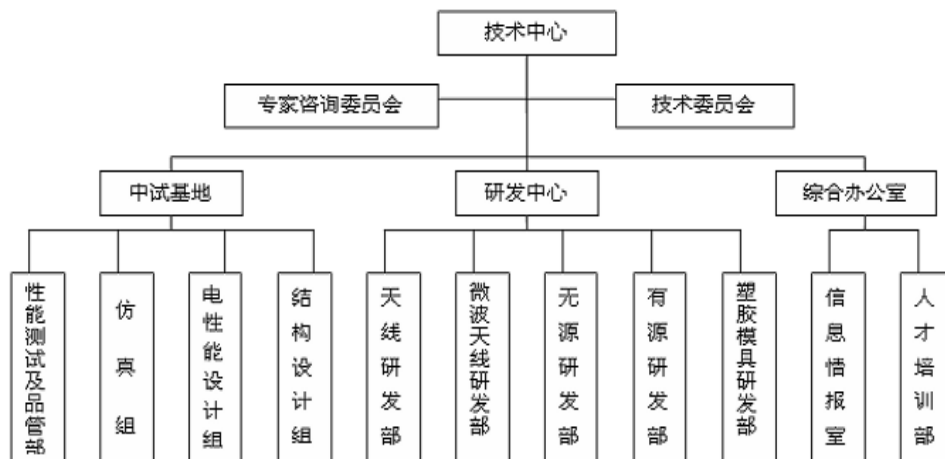
数据来源: 公司产品手册, 安信证券研究中心

2.2. 事业部制有助于控制成本, 提高效率

在公司的新组织架构中, 我们可以看出, 公司的半年来最大变化是从上市初的职能部门管理方式转向事业部制的管理方式。由于事业部制具有独立核算收入、成本、利润、以及制定相应的激励政策的特点, 我们认为, 事业部制将给公司带来如下的改变:

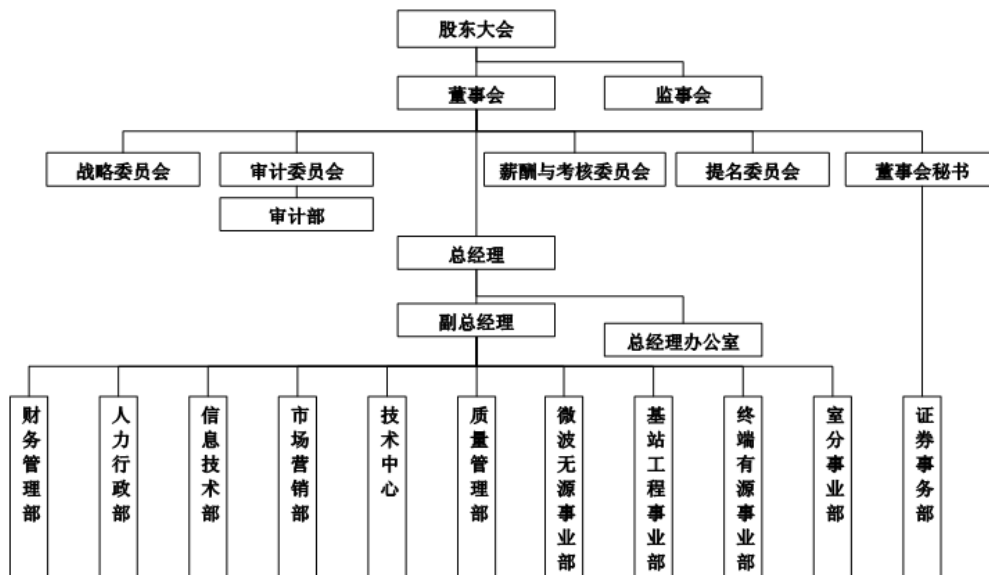
- 1、公司的营收目标将会被更加精细的设定和激励;
- 2、保证成本控制的有效性,有助于提高综合毛利率水平。

图 7 公司上市时的组织架构



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

图 8 公司最新的组织架构



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3. 产品结构的优化提升综合毛利率水平

表 3 公司分产品毛利率水平

毛利率	2007	2008	2009
基站天线	26%	27%	26%
微波通信天线	34%	35%	35%

室内终端天线	26%	26%	26%
射频器件与设备	31%	35%	32%
八木天线	17%	19%	19%

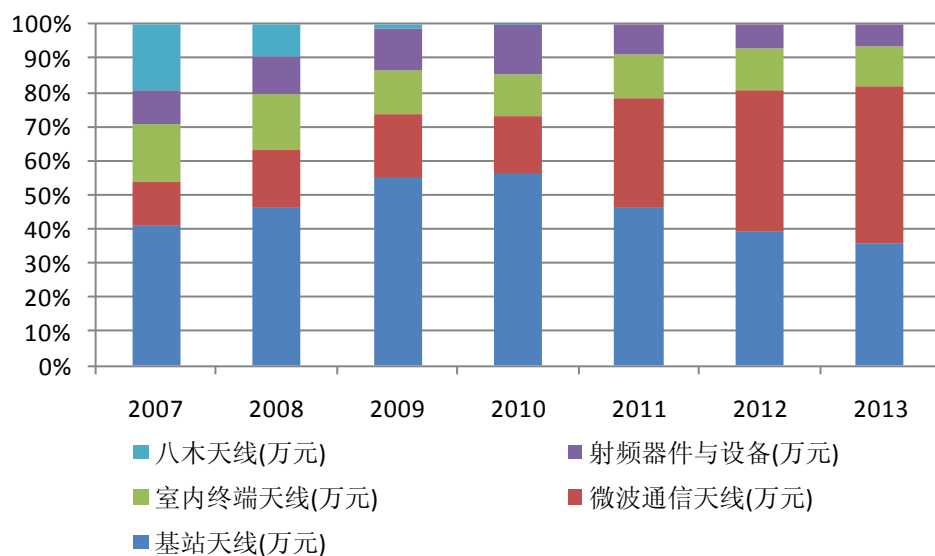
数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

从上表中可以看出，公司传统产品毛利率不高：其中，占公司营收最高的两个部分基站天线、室内终端天线的毛利率均为 26%。这取决于基站和室内终端天线的技术壁垒在一定程度上小于微波天线。微波天线虽然毛利率为 35%，但在 2009 年前占收比不高。

进入 2011 年，由于产品结构发生了较大的变化，表现在：

- 1) 毛利率极低的八木天线已经退出；
- 2) 基站天线的毛利率将会因美化天线的比例提高而大幅提高；
- 3) 微波天线在公司营收占比会大幅提高；
- 4) 射频期间与设备毛利率基本保持不变。

图 9 产品结构的历史组成与演进趋势



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 研发投入和产品能力提升

公司近三年每年的研发支出超过公司销售收入的 5%。上市之后，更加大了研发的投入，为公司技术创新提供资金保障。

在加强自主开发的同时，公司通过与国内研发机构合作开发，引进先进技术消化吸收等手段拓宽新产品、新技术的来源。同时，公司也在继续推进开放式研发队伍的建设，引进行业尖端人才，并通过与国外专业厂商及国内科研院所合作等方式培养技术专业人员。

从分产品的研发进度来看：

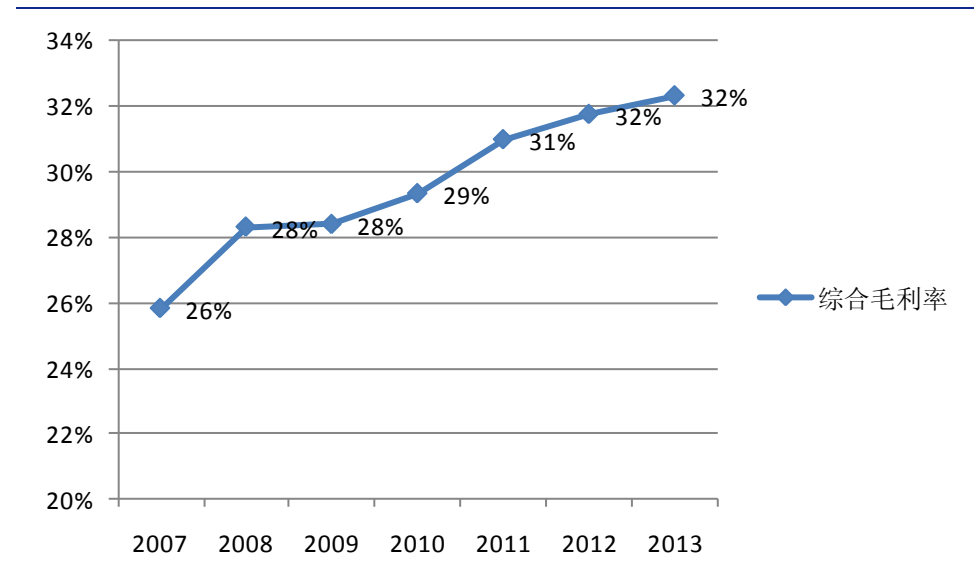
- 1) 公司的微波天线已经突破 38G 被认为是国内迄今最高频的微波天线产品，今年有望在技术、份额上成为国内市场的双料第一；
- 2) 在基站天线领域，公司正在积极的通过技术升级，积极争取尽可能第一个取

得国际设备商爱立信的认可，成为该领域的先行者最快受益者；

3) 在室内分布天线领域，公司一直保持国内份额第一。

我们估计，随着微波天线占收比的显著提升，加之前述的产品结构、技术升级、管理提升等原因，公司的综合毛利率会持续提升。

图 10 综合毛利率呈现快速上升趋势

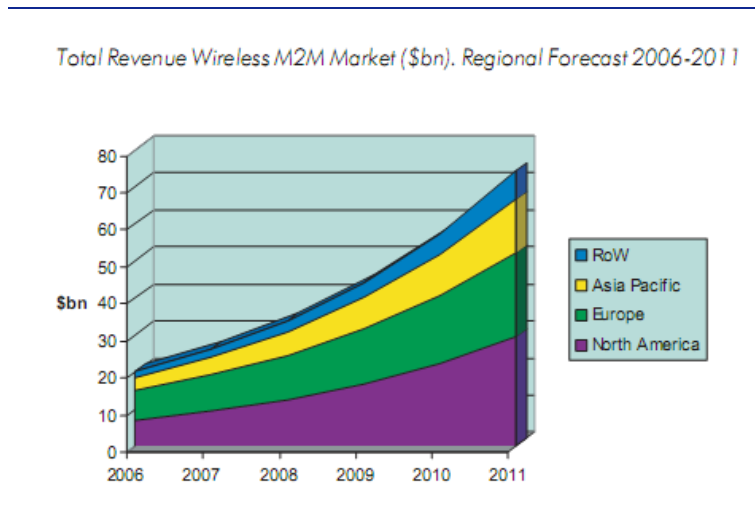


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 天线——连接物与物的前提，未来天地如此广阔

咨询机构 Alexander Resources 也指出：“物联网市场的容量将从 04 年的 240 亿增长到 2010 年的 4700 亿（含 RFID）美元”。

图 11 全球物联网收入 11 年可达 4700 亿美金



数据来源：Juniper-research，安信证券研究中心

在我们的报告《寻找下一个具备潜力的物联网公司》中，曾经提到，物联网在下一个十年，将发展成为连接万亿传感器、500 百亿机器、60 十亿人口的巨大移动互联

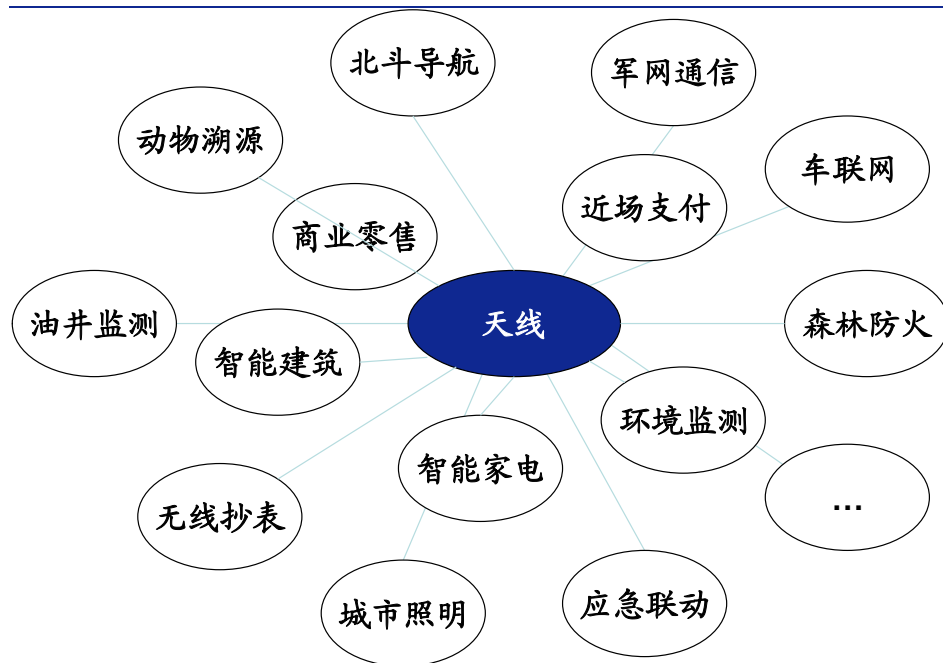
网网络，终将催生一个万亿级美金的市场。

我们知道，最基本的机器到机器（M2M）系统由三部分组成：

1. 标签(Tag, 即射频卡): 由耦合元件及芯片组成, 标签含有内置天线, 用于和射频天线间进行通信。
2. 阅读器: 读取(在读写卡中还可以写入)标签信息的设备。
3. 天线: 在标签和读取器间传递射频信号。

因此, 天线是连接物与物的前提, 可被广泛应用于不同领域, 诸如零售标签、环境监测、军网通信、北斗授时、动物溯源、智能运输、电力抄表等多个领域。

图 12 连接物与物的前提，未来天地如此广阔



数据来源：安信证券研究中心

4. 市场关注的热点问题 Q&A

我们不断审视，站在投资者的角度提出了如下五个问题探讨：

4.1. 为何公司在历史上未表现出高速增长而今年可能“突变”？

公司在 2008、2009、2010 年的收入增长约为 7.8%、27.3%、4.5%，利润增幅为 8.2%、33.0%、12.0%。为何今年会有质变的飞跃？

1、2008、2009 年公司受控于产能瓶颈（主要产品产能都达到 150%），公司无法承接过多的订单；

2、公司的优势产品是“微波天线、室内分布天线”，而在 2009 年、2010 年，公司仅认证了 NEC、华为、中兴。且后两家绝对数量并不多且给盛路主要在小批量订单。

3、在 2011 年，一来是移动的 GSM 网络投资大幅增加，且美化天线的需求量极大，同时加大室内覆盖的投入力度，将使得的公司基站天线保持高速增长；二是华为 IP 微波的快速崛起，使得盛路通信的微波天线开始出现翻倍级的增长。

4.2. 天线领域的技术门槛是高是低？先发优势体现在哪些方面？

总体来看基站天线、微波天线领域的技术门槛较高，终端天线、室内分布天线相

对较低。

可以从竞争格局来看：微波天线的竞争者最少，基站天线其次，室内分布和终端天线厂商众多。以微波天线为例，国内厂家能够提供 38G 超高频微波天线的厂家不过是二、三家。再例如，迄今而至，国内基站天线尚未有通过爱立信认证行销全球的厂家。

先发优势体现在：作为配套企业，和主设备厂家的认证是个漫长的过程，从测试、小批量供货到批量采购，一般要 2-3 年时间，而形成多厂家认证这需要 4-5 年的时间，这就是为何目前国内主流的几家大的天线厂家基本都有 10 年以上的建厂历史。

4.3. 如果华为最终成为最大客户，那么是否有单一客户的风险？

不会。

公司目前已经是 NEC、华为的供应商，我们预测在一年内将会通过诺西、爱立信的认证。也就是说，到 2012 年前，盛路通信将会进入全球四大微波厂商的采购名单中（爱立信、NEC、华为、诺西）。

假定华为微波产品高速发展，到 2012 年达到 30 亿美金的销售，也不过和爱立信、NEC 相当，因此，我们认为，尚不存在单一用户的风险。

4.4. 未来的竞争形势会趋于良性还是恶化？何种公司会脱颖而出？

就微波和基站天线领域，未来的竞争趋势会趋于良性。

这是因为，有技术的公司将会通过技术升级逐渐缩小和安德鲁、RFS、凯斯琳的差距，而在价格上，这些国内厂家的成本优势相当显著。

因此，我们认为，在微波天线领域，公司有望快速走上全球份额替代的大趋势中。

4.5. 从设备天线到终端天线乃至物联网，这种过渡是平滑的还是不搭界的？

如果将公司定位为“天线第一股”。从大天线向小天线的转变，是相对平滑的。

可以复用的资源是：射频领域的长期积累，包括人员和管理架构；硬件与测试环境等；外围的科研院所合作资源；全国的营销服务网络；众多厂商的支持。

挑战则是：涉入物联网的深度。例如，要提供全套解决方案，需要增强软件开发能力和芯片设计能力，这显然需要外联或者自主研发的积累过程。

5. 投资建议

5.1. 公司业务线发展预测

表 4 公司分产品线收入预测

营业收入	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
基站天线(万元)	11610	14134	21545	23004	31732	36998	45000
增长率		22%	52%	7%	38%	17%	22%
微波通信天线(万元)	3778	5113	7172	6840	21705	39524	58826
增长率		35%	40%	-5%	217%	82%	49%
室内终端天线(万元)	4720	5008	5081	5081	8994	11692	15200
增长率		6%	1%	0%	77%	30%	30%
射频器件与设备(万元)	2856	3451	4855	5827	6000	6900	7935
增长率		21%	41%	20%	3%	15%	15%

数据来源：安信证券研究中心

5.2. 可比公司

鉴于公司将会较为自然的延展到物联网领域，我们将 A 股的部分物联网标的与公司做一比较。

表 5 可比公司估值

代码	证券简称	价格	10EPS	10PE	11PE	12PE	PB	PS
300078.SZ	中瑞思创	89.48	1.44	66.4	47.5	34.8	5.5	20.61
002161.SZ	远望谷	31.64	0.35	92.9	55.5	35.5	15.2	27.97
002446.SZ	盛路通信	27.95	0.43	65.7	37.9	26.1	4.5	7.58
002232.SZ	启明信息	20.14	0.39	49.4	30.4	20.2	6.6	4.09
000997.SZ	新大陆	19.34	0.23	85.4	61.6	45.3	7.8	10.61

数据来源：WIND 安信证券研究中心

5.3. 投资建议

我们强烈看好公司将伴随华为全球快速扩张而带来的主业高速发展，且长期看好公司在微波天线领域的全球份额提升，终将打造成为国内微波天线第一，全球第三的中国企业。也期待公司能够在以天线为核心延展到物联网领域进而提升估值水平。

我们预测，公司 2011 年、2012 年的收入增幅为 67.5%，39.0%，利润增幅为 97.3%，44.8%。对应 EPS 分别为 0.85、1.23 元。

参照可比公司估值，我们给予买入-A 投资评级，上调目标价至 40 元（2011 年 47 倍，2012 年 32 倍）。

5.4. 风险提示

- 1、客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大；
- 2、华为全球的微波市场遭遇偶发性事件（如印度事件）带来的微波方案增长不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-20		
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	成长性					
营业收入	307.8	391.8	409.5	685.8	953.1	营业收入增长率	7.8%	27.3%	4.5%	67.5%	39.0%
减: 营业成本	219.5	277.6	289.1	473.3	650.5	营业利润增长率	15.2%	26.3%	4.6%	103.1%	46.1%
营业税费	2.1	2.2	2.0	3.4	4.8	净利润增长率	8.2%	33.0%	5.3%	97.3%	44.8%
销售费用	17.6	24.1	28.7	48.0	66.7	EBITDA 增长率	16.4%	26.1%	-7.5%	87.1%	45.3%
管理费用	28.7	38.1	40.9	66.5	92.5	EBIT 增长率	14.1%	26.4%	-2.5%	96.2%	49.2%
财务费用	0.8	1.1	-2.2	-7.6	-8.3	NOPLAT 增长率	7.3%	32.9%	-1.8%	90.7%	47.7%
资产减值损失	0.4	2.2	2.4	3.7	3.3	投资资本增长率	7.5%	24.9%	-14.8%	61.8%	26.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	29.7%	30.4%	280.2%	12.7%	16.4%
投资和汇兑收益	-2.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2						
营业利润	36.6	46.2	48.4	98.2	143.4	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	2.9	3.2	3.5	3.8	毛利率	28.7%	29.1%	29.4%	31.0%	31.7%
利润总额	37.1	49.1	51.5	101.7	147.3	营业利润率	11.9%	11.8%	11.8%	14.3%	15.0%
减: 所得税	5.8	7.5	7.7	15.2	22.1	净利润率	10.2%	10.6%	10.7%	12.6%	13.1%
净利润	31.3	41.6	43.8	86.4	125.2	EBITDA/营业收入	15.7%	15.5%	13.7%	15.4%	16.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.2%	12.1%	11.3%	13.2%	14.2%
货币资金	38.7	72.6	508.7	502.3	599.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	93	97	108	73	62
应收账款	111.3	133.9	151.3	253.3	352.1	流动营业资本周转天数	275	252	228	152	166
应收票据	2.9	21.0	21.3	35.7	49.6	流动资产周转天数	244	231	459	435	389
预付帐款	3.3	2.1	2.4	2.9	3.5	应收帐款周转天数	134	113	125	103	111
存货	52.7	64.0	67.3	110.2	151.5	存货周转天数	60	54	58	47	49
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	371	346	591	542	481
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	397	363	357	257	259
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.9%	23.3%	6.5%	11.3%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	9.6%	4.8%	7.5%	9.0%
固定资产	87.2	123.1	121.8	156.3	172.3	ROIC	9.8%	12.1%	9.6%	21.4%	19.5%
在建工程	11.3	-	22.2	73.3	50.0	费用率					
无形资产	11.2	13.7	12.8	11.9	11.1	销售费用率	5.7%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	3.1	1.0	6.0	6.0	6.0	管理费用率	9.3%	9.7%	10.0%	9.7%	9.7%
资产总额	321.6	431.3	913.7	1,152.0	1,395.8	财务费用率	0.3%	0.3%	-0.5%	-1.1%	-0.9%
短期债务	10.0	20.0	-	-	-	三费/营业收入	15.3%	16.2%	16.5%	15.6%	15.8%
应付帐款	154.1	177.7	186.1	304.8	418.8	偿债能力					
应付票据	9.9	38.1	31.7	51.9	71.3	资产负债率	57.5%	58.6%	25.8%	33.3%	37.0%
其他流动负债	8.3	14.8	15.5	22.0	29.3	负债权益比	135.1%	141.8%	34.8%	49.8%	58.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.15	1.17	3.22	2.39	2.23
其他非流动负债	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	速动比率	0.86	0.92	2.93	2.10	1.93
负债总额	184.8	253.0	235.7	381.0	521.8	利息保障倍数	44.52	42.88	-21.18	-11.95	-16.35
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	76.2	76.2	102.2	102.2	102.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	60.6	102.2	576.0	662.4	787.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	136.8	178.4	678.1	764.6	889.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.3	41.6	43.8	86.4	125.2	EPS(元)	0.31	0.41	0.43	0.85	1.23
加: 折旧和摊销	11.0	13.9	10.1	14.7	17.8	BVPS(元)	1.34	1.75	6.64	7.48	8.71
资产减值准备	0.4	2.2	2.4	3.7	3.3	PE(X)	97.6	73.4	69.8	35.3	24.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.3	17.1	4.5	4.0	3.4
财务费用	1.2	1.3	1.1	-2.2	-7.6	P/FCF	-587.3	-85.4	34.4	-20.2	-214.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.9	7.8	7.5	4.5	3.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	48.9	27.5	19.2
营运资金的变动	0.5	0.0	-19.0	-17.6	-16.8	CAGR(%)	40.3%	44.4%	57.8%	41.1%	37.4%
经营活动产生现金流量	41.8	59.4	35.0	79.6	121.2	PEG	2.4	1.7	1.2	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-21.2	-34.5	-37.0	-100.0	-10.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-4.6	2.3	438.2	7.6	8.3	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034